



Munich Personal RePEc Archive

# **European Stock Market Evolution**

Ben Slimane, FATEN

Paris Dauphine University

2 March 2007

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/2607/>

MPRA Paper No. 2607, posted 07 Apr 2007 UTC

# **L'Evolution Des Marchés Boursiers Européens : Enjeux et Limites**

Faten Ben Slimane  
SDFi Université Paris Dauphine – [fatenbslimane@univ-evry.fr](mailto:fatenbslimane@univ-evry.fr)

## **Abstract**

This paper analyzes the recent development of the European stock exchanges by stressing the disparities which exist between them. Within the framework of a progressive financial integration, several of these institutions, in particular of Eastern Europe and Central Europe are likely to be badly affected and their survival could even be threatened. Vis-a-vis these threats, several strategies are offered to these places. We will show that the solution which appears most effective would be to opt in the more or less long term, to consolidation strategies with, in particular, European stock exchanges.

## **Résumé**

Ce papier analyse le récent développement des marchés boursiers européens en mettant l'accent sur les disparités qui existent entre eux. Dans le cadre d'une intégration financière progressive, plusieurs de ces institutions, en particulier d'Europe de l'Est et d'Europe centrale risquent d'être lésées et leur survie pourrait même être menacée. Face à ces menaces, plusieurs stratégies s'offrent à ces places. Nous montrerons que la solution qui paraît la plus efficace serait d'envisager, à plus ou moins long terme, des rapprochements avec d'autres bourses en particulier européennes.

## 1 Introduction

A l'image des différentes places financières dans le monde, les marchés financiers européens sont en train d'assister à une grande vague de consolidation et de rapprochement. Ceci a, d'abord, touché les institutions bancaires, puis assez récemment les marchés boursiers où on assiste depuis une décennie à une accélération de ces phénomènes.

Désormais, tous les marchés boursiers de la zone semblent concernés par ces tentatives qui paraissent pour certains marchés indispensables pour leur survie dans un monde boursier en pleine évolution et favorisant progressivement l'établissement de grandes places boursières, au détriment des marchés de plus faible taille.

L'analyse du cas d'Euronext illustre parfaitement ce phénomène. En effet, cette institution, résultat de la fusion entre la Bourse de Paris, de Lisbonne, de Bruxelles et d'Amsterdam ainsi que celle du marché des produits dérivés londonien est actuellement la première bourse pan européenne en terme de volume de transaction. Dans son optique d'élargissement, cette institution étudie actuellement la possibilité de fusionner avec la Bourse de New York (NYSE) ainsi qu'avec certaines institutions d'Europe de l'Est. L'objectif est de devenir la première bourse mondiale en termes de capitalisation boursière, de cotation et de volume d'échange. Ceci risque dans l'avenir d'affecter plusieurs marchés boursiers européens assez faibles pour pouvoir attirer les acteurs domestiques, européens et internationaux et éviter une migration importante de leurs sociétés cotées, leurs investisseurs et leurs flux d'échange vers Euronext.

L'évolution récente des marchés boursiers présente ainsi plusieurs dangers notamment aux marchés financiers de faible taille et en particulier ceux des pays de l'Est et du Centre d'Europe qui sont relativement jeunes et ont pendant longtemps bénéficié de régimes réglementaires stricts limitant la concurrence et leur permettant d'agir comme des monopoles ou des quasi-monopoles.

Nous comptons dans cet article mieux analyser les récents changements ayant affecté les marchés boursiers en insistant sur les inégalités en matière de développement entre les différentes infrastructures boursières de la région. Ces disparités, en plus des accords de libre échange et d'une parfaite intégration financière à l'échelle européenne, risquent de fragiliser les systèmes boursiers les moins développés.

Face à ces dangers, quelle serait la meilleure solution envisagée par ces derniers? Suivant l'exemple d'autres marchés, devraient-ils opter pour une stratégie de consolidation afin de garder voire améliorer leurs parts de marché et profiter ainsi des économies d'échelle et des externalités de réseaux que ces stratégies offrent ?

Notons cependant que ces avantages liés aux rapprochements des marchés peuvent être faibles par rapport à leurs risques et en particulier

en ce qui concerne le facteur biais domestique (Home bias), le risque systémique et certains obstacles notamment d'ordre réglementaire, linguistique et culturel.

Le but de cet article est de mieux éclairer les marchés boursiers concernés et les autorités réglementaires et de supervision européennes sur les avantages et les dangers potentiels de la récente évolution de l'environnement boursier européen. Pour étayer notre argumentation, plusieurs notions de la littérature économique et financières ainsi que certains cas de rapprochement réalisés seront étudiés.

Notre étude se fera comme suit : en première partie, nous analyserons les principales caractéristiques des marchés boursiers européens en mettant l'accent sur les inégalités qui existent entre eux. Par la suite et en deuxième partie, l'intégration européenne et surtout les réformes qui lui sont liées seront brièvement étudiées afin de voir leur impact sur le changement environnemental et concurrentiel en Europe. Nous montrerons comment une des stratégies de plus en plus adoptées par ces institutions est d'établir des projets de rapprochement avec d'autres bourses.

Dans la suite de notre étude, nous nous intéresserons à la région d'Europe de l'Est et d'Europe Centrale qui sont les plus menacées par ces phénomènes.

Les dangers liés à l'intégration des marchés boursiers et la création d'importantes places seront abordés en troisième partie. Ces problèmes incitent les firmes boursières à adopter de nouvelles stratégies pour survivre dans le nouvel environnement européen. Nous montrerons, ainsi, en quatrième partie comment une des meilleures possibilités offertes à ces bourses, en particulier de taille moyenne, est d'entreprendre des rapprochements avec d'autres marchés.

## **2 Les fortes inégalités entre les différents marchés boursiers européens**

Les marchés européens présentent des niveaux de développement très inégalitaires. Ces derniers peuvent être partagés en deux grands groupes; le premier caractérisé par des institutions sophistiquées correspond généralement aux marchés d'Europe Occidentale, le deuxième groupe correspond à ceux d'Europe de l'Est et d'Europe centrale (CEE).

Alors que les premiers relativement anciens, ont au fil des années amélioré leur développement à l'échelle nationale, régionale et même internationale et sont pour la plupart, considérés parmi les pionniers de l'intermédiation financière, la plupart des marchés d'Europe Centrale et de l'Est n'ont ré émergé qu'à partir du début des années quatre-vingt-dix avec la chute du régime communiste (Tableau 1).

La récente apparition de ces marchés explique pourquoi ces marchés présentent un degré de développement limité en comparaison avec les autres places financières internationales et des efforts sont entrain d'être

réalisés dans le but de les "mettre à niveau" par rapport aux standards et aux exigences européennes et internationales.

**Tableau 1: Date de création des principales places  
D'Europe de l'Est et Centrale**

Marché Boursier	Année de Création	Année de reprise des activités
Prague Stock Exchange	1871	1993
Zagreb Stock Exchange	1818	1991
Cyprius Stock Exchange		1996
Tallin Stock Exchange	1920	1995
Riga Stock Exchange		1993
Bulgarian Stock Exchange- Sofia	1914	1991
Warsaw Stock Exchange	1817	1991
Istanbul Stock Exchange	1866	1985
Vilnius Stock Exchange		1993
Macedonian Stock Exchange		1996
Bucharest Stock Exchange	1882	1995
Russian Stock Exchange		1990
Ljubljana Stock Exchange	1924	1989
Bratislava Stock Exchange		1993
Moldova Stock Exchange		1995
Budapest Stock Exchange	1864	1988

Source: Documents délivrés par les différentes places boursières étudiées

## **2.1 La capitalisation boursière des places boursières européennes**

L'étude de la capitalisation boursière fournit un bon indicateur de la taille des marchés boursiers et nous permet de confirmer le fait que les marchés d'Europe Centrale et de l'Est ont une taille limitée en comparaison avec les autres marchés d'Europe. En effet, les places financières du CEE ne représentent en 2005 qu'environ 6.37% de la capitalisation boursière des marchés européens et qu'à peine 1.57% de la capitalisation boursière de l'ensemble des marchés mondiaux.

Par contre, si on compare leur taille par rapport aux autres marchés émergents, on remarque que les places d'Europe de l'Est et Europe Centrale représentent environ le tiers de la taille des marchés émergents, avec en tête Istanbul Stock Exchange, Warsaw Stock Exchange, Budapest Stock Exchange ainsi que Russia Stock Exchange qui représentent à eux seuls plus de 80% de la taille des marchés de la région étudiée.

**Tableau 2: Part relative des marchés boursiers des CEE  
en termes de capitalisation boursière (en %)**

		2004	2005
Capitalisation Boursière CEE/ UE	Capitalisation boursière	3.35	6.37
Capitalisation Boursière CEE/ globale	Capitalisation boursière	0.85	1.52
Capitalisation Boursière CEE/ pays émergents	Capitalisation boursière	30.62	31.87

*Source: Calcul de l'auteur à partir des données fournies par le WFE*

La figure 1 nous permet de comparer entre les différents marchés boursiers au sein de la région CEE. Même au sein de la région considérée, on observe une forte inégalité entre ces places. Les marchés turc et russe arrivent en tête suivis par le marché chypre et croate. En terme de capitalisation boursière (en % du PIB), la bourse la plus faible de la région est celle de la République Slovaque (Bratislava Stock Exchange) dont la capitalisation boursière avoisine les 5% du PIB, soit moins de la moitié de la moyenne des marchés de la région toute entière.

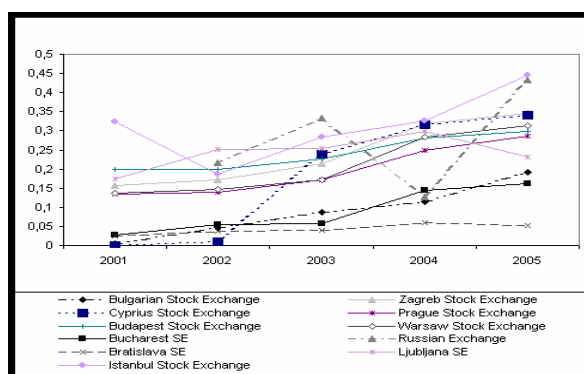


Figure 1 : Evolution de la capitalisation boursière (en % du PIB)

Malgré les inégalités existantes, ces marchés assistent depuis 2002 à une forte croissance de leur capitalisation boursière (figure 1) qui peut être expliquée par le récent développement de ces places étudiées et leurs efforts pour une meilleure intégration à l'échelle mondiale.

## 2.2 Liquidité et attractivité des différentes places

Le tableau 3 indique le volume d'échange et le nombre de compagnies à la fois domestiques et étrangères cotées sur quelques régions

boursières. Ces indicateurs nous renseignent sur l'attractivité de ces places.

L'ensemble d'Europe Occidentale attire 1156 compagnies étrangères en 2005 (soit environ la moitié du nombre des firmes étrangères cotées sur tous les marchés dans le monde). En 2005, le volume d'échange portant sur ces titres représente plus de 32% du total des échanges réalisés.

Par contre et en ce qui concerne les places d'Europe de l'Est et d'Europe Centrale, il n'existe en 2005 que onze compagnies étrangères cotées sur ces places et représentant un volume de 6988.79 millions de dollars, soit à peine 3% du volume d'échange global réalisé dans cette région.

Ainsi et en comparaison avec les autres marchés boursiers européens et même émergents, les places boursières de la CEE semblent avoir des difficultés à attirer les capitaux étrangers et même nationaux. Ceci peut être en partie expliqué par le fait que ces places sont relativement récentes et qu'elles ont récemment commencé à réformer leurs structures réglementaires et organisationnelles.

Cette situation, accompagnée par des coûts de transaction relativement élevés, décourage l'accès aux marchés CEE par les investisseurs étrangers.

**Tableau 2: Comparaison entre les différentes places en termes d'attractivités et de nombre de compagnies cotées**

	2004 Compagnies domestiques	2005	2004 Compagnies étrangères	2005
<b>Nombre de compagnies cotées</b>				
CEE	1622	1680	8	11
UE	6060	6263	1249	1156
Marchés émergents	3885	4000	72	80
Marché mondial	40349	41353	2694	2716
<b>Volume d'échange (en millions de dollars)</b>				
CEE	203186.03	301280.76	2458.10	6988.79
UE	9881772.14	11844454	3297253.4	3835860
Marchés émergents	807244.698	1564666.4	8387.2	12137.92
Marché mondial	37083371.9	45084876	4962346.9	5771491.2

*Source: World federation of Exchanges (2005)*

### 2.3 Financement externe

La fragilité de ces marchés a poussé plusieurs des compagnies de la région à opter pour la double cotation, comme un moyen d'augmenter leurs moyens de financement et d'améliorer leur notoriété nationale et internationale. Pour atteindre ces objectifs, un grand nombre de ces

firmes ont choisi d'émettre leurs titres par le biais d'ADR - *American Depositary Receipts*.

L'avantage de ces certificats est de permettre aux investisseurs américains d'échanger des titres étrangers sur les places américaines tout en réduisant les risques de change puisque aussi bien la cotation, l'échange ainsi que le paiement des dividendes sur ces titres se font en dollars US alors que les transactions réalisées se font en concordance avec les conventions de règlement livraison des Etats-Unis.

En facilitant la cotation des titres étrangers sur le marché US, ces instruments financiers ont considérablement contribué à augmenter le taux de cotation multiple des entreprises ainsi que la participation des investisseurs locaux dans les titres étrangers.

On compte actuellement plus de 2200 titres échangés sous la forme d'ADRs<sup>1</sup>.

La figure 2 indique l'évolution de ces titres entre 1995 et 2006. Ce diagramme met en évidence l'augmentation, par rapport à 1995, de la participation de tous les titres et notamment de l'introduction à la cote de titres originaires de plusieurs pays émergents et en particulier d'Europe de l'Est et Europe Centrale. En 2006, ces derniers représentent environ 14% du nombre total des ADR cotés, contre 1% seulement en 1995. Cette proportion avoisine celle des pays d'Europe Occidentale et celle d'Amérique Latine.

Les pays qui semblent être les plus touchés par ce phénomène sont la Russie avec 135 firmes russes cotées sous formes d'ADR, suivie par l'Ukraine (50 compagnies), puis la Pologne (43 firmes) et Kazakhstan et Hongrie, avec respectivement 18 et 17 compagnies domestiques cotées sous forme d'ADR<sup>2</sup>.

La double cotation que ce soit sous forme d'*American Depositary Receipts* ou autres représente actuellement un moyen de financement guère négligeable et de plus en plus adopté par les firmes de la région. Pour accéder à la cotation transfrontalière, les firmes étrangères doivent remplir plusieurs conditions concernant en particulier la transparence, les normes de comptabilité, un capital minimum,...

En raison des difficultés pouvant être liées à une double cotation, ces firmes cotées sur d'autres marchés boursiers internationaux sont généralement les plus importantes de taille et ayant la meilleure notoriété nationale. Ce phénomène est visible principalement en Estonie, Lettonie et en République Slovaque où les compagnies domestiques ayant opté pour une cotation multiple représentent plus d'un tiers de la capitalisation du marché local.

En attirant progressivement les firmes et les capitaux domestiques les plus importants, le phénomène de cotation multiple représente pour certaines places de la région des menaces pour leur survie dans l'avenir.

---

<sup>1</sup> - Site officiel de la Banque de New York, données de 2006, [http://www.adrbny.com/dr\\_directory.jsp](http://www.adrbny.com/dr_directory.jsp)

<sup>2</sup> - Voir supra



### 3 Intégration européenne et son impact sur les marchés boursiers

La création de l'Union Européenne (UE) vise une meilleure intégration politique, économique et sociale entre les Etats membres. Pour faciliter cette intégration, ces derniers ont décidé d'adopter une seule monnaie d'échange et de former ainsi l'Union Economique et Monétaire (UEM).

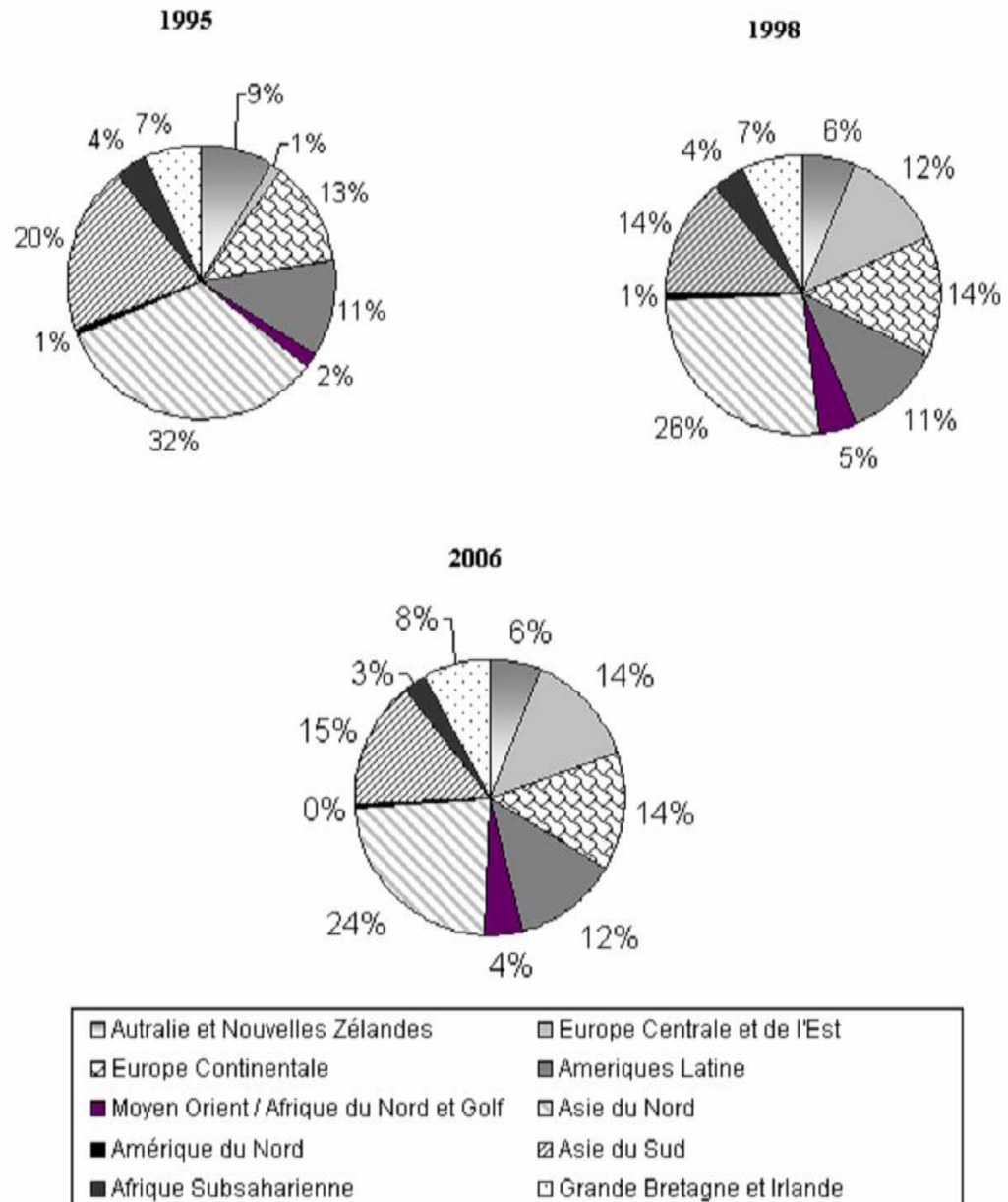


Figure 2 : Evolution des titres ADR d'Europe de l'Est et d'Europe Centrale

Grâce au succès de cette Union, d'autres pays européens ont adhéré à cet accord en mai 2004 et incluant la Chypre, la République Tchèque, l'Estonie, la Hongrie, la Lettonie, la Lituanie, Malte, la Pologne, la République Slovaque et la Slovénie. Le premier janvier 2007, deux autres Etats (Bulgarie et Roumanie) ont rejoint l'UE.

Ce processus d'élargissement n'est pas encore terminé et d'autres pays sont susceptibles de faire partie de cette Union. Ceci est notamment le cas de la Croatie, la Turquie et l'Ancienne République Yougoslave de Macédoine.

Une fois que le processus de convergence achevé et la période de stabilisation du mécanisme du taux de change réalisée, ces pays vont progressivement intégrer l'UEM et adopter l'euro. Ces développements risquent d'avoir d'importantes implications sur le comportement des marchés financiers et plus particulièrement sur les marchés boursiers. Ces derniers seront progressivement amenés à établir des liens dynamiques et stratégiques avec les places européennes plus développées. Ceci est déjà le cas en Europe Occidentale où plusieurs accords sont entrain d'être établis entre les différentes places de la région.

### **3.1 Les réformes financières introduites par l'UEM**

La création de l'UEM a eu des répercussions importantes sur le système financier et ce, que ce soit dans la région concernée ou à l'échelle mondiale.

A l'échelle régionale et en ce qui concerne les marchés financiers, l'introduction de l'UEM a été accompagnée par une nouvelle réglementation introduite en 1993 et ayant pour objectif l'unification du cadre réglementaire de l'industrie financière. Ceci vise principalement à harmoniser les différentes juridictions qui régissent les pays membres afin de permettre une meilleure intégration des marchés financiers.

En ce qui concerne les marchés boursiers, cette unification a été rendue possible grâce principalement à l'introduction de la Directive pour les Services d'Investissement (DSI). Cette dernière repose sur certains principes tels que la reconnaissance mutuelle qui exige que tous les Etats membres reconnaissent la validité des autres lois et réglementations. Pour renforcer un tel principe, les autorités ont introduit la notion de home country control qui stipule que les autorités du pays en question sont le premier cadre de supervision d'une quelconque institution financière. Selon ce principe, le gouvernement d'un pays est tenu de vérifier la non-existence de discrimination réglementaire et autre entre les firmes locales et étrangères.

Une autre directive liée directement à ce premier principe est le passeport unique qui permet à une institution autorisée par une juridiction européenne compétente à fournir ses services dans les autres pays.

Ce principe de « passeport unique » a aussi facilité l'accès à distance (« remote membership ») qui permet aux intermédiaires étrangers un accès électronique direct aux systèmes nationaux et ce, sans l'établissement au préalable d'une présence physique sur le marché de l'Etat membre. Ceci a considérablement réduit les coûts de transaction et amélioré l'accès à l'information du marché attirant, ainsi, la liquidité internationale vers les marchés domestiques.

Un deuxième principe du DSI est l'harmonisation des standards minimaux qui permet de garantir des principes réglementaires basiques malgré l'existence de plusieurs différences réglementaires nationales.

L'introduction de la Directive a eu des répercussions positives sur l'évolution et la situation des marchés boursiers européens puisqu'elle a facilité aux intermédiaires financiers et en particulier ceux de l'Union l'accès aux autres bourses de la zone et a offert aux différents marchés la possibilité d'établir un accès à distance et cela sans attendre l'approbation du pays en question. Désormais, les firmes ont le choix à être cotées entre plusieurs marchés, les intermédiaires peuvent désormais changer de bourse sans coût alors que les investisseurs recourent de plus en plus à la stratégie de diversification internationale de portefeuille.

Ces changements ont contribué à augmenter l'intérêt des différents acteurs à la fois domestiques et étrangers dans les titres et marchés européens.

Les processus d'intégration des marchés financiers européens ne se sont pas limités au côté réglementaire et plusieurs réformes récemment introduites visent aussi une meilleure coordination des services de règlement-livraison. Ceci serait une clé indispensable permettant la consolidation des institutions boursières et l'amélioration ainsi de la taille, la liquidité et le dynamisme du marché global.

Encouragé par ces réformes, un grand nombre de marchés européens a réorganisé la structure de ces services encourageant ainsi le rapprochement entre les différentes compagnies de règlement livraison en Europe. Ces projets ont contribué à baisser substantiellement les coûts qui leur sont liés.

L'introduction en Europe de directives réglementaires et organisationnelles a facilité et encouragé l'intégration et la coopération entre les différents marchés boursiers européens.

### **3.2 Les accords de coopération entre les places boursières européennes**

La création de l'UEM accompagnée par les récents progrès technologiques a mené à une plus forte intégration des marchés et à une meilleure harmonisation des différents systèmes d'échange en Europe.

Le premier accord boursier européen transfrontalier a été signé en 1999 et a regroupé les huit plus importantes bourses européennes (Amsterdam, Bruxelles, Frankfort, Londres, Madrid, Milan, Paris et Suisse). Cet accord prévoyait l'harmonisation des différents marchés et l'établissement d'un marché boursier paneuropéen.

Malgré l'échec de cet accord, d'autres projets de consolidation européenne ont eu lieu ces dernières années. Pour ne citer que les plus importants, nous noterons l'alliance Norex qui a été créée en 1998 et ayant regroupé la bourse de Stockholm et la bourse de Copenhague. En 2000, deux autres bourses y ont adhéré: la Bourse d'Oslo et la Bourse d'Islande. Vu le succès de cette place et dans le but d'harmoniser les différents systèmes, trois autres marchés (Finlande, Estonie et Lettonie) ont décidé d'adopter en septembre 2004 cette même plateforme d'échange électronique SAXESS. En mai 2005, Vilnius Stock Exchange (Lituanie) a joint OMX, la nouvelle place créée à l'issue de ces accords, et adopté le système SAXESS.

OMX couvre désormais toute la région nordique et baltique et offre ainsi à ses membres un meilleur accès à son marché élargi et plus d'opportunités de financement et d'investissement.

De l'autre côté de l'Europe, Euronext, une fusion implicite entre la place de Paris, d'Amsterdam et de Bruxelles a vu le jour en septembre 2000. Cette dernière a aussi intégré la bourse de Lisbonne en 2002.

Dans le but d'être la première place boursière européenne, Euronext a engagé une bataille boursière avec la Deutsche Börse pour acquérir la Bourse de Londres. Ce projet a échoué en raison notamment du refus des actionnaires et des autorités britanniques.

Une rumeur a par la suite suivi et concernant une éventuelle fusion entre Euronext et la Deutsche Börse. Ce projet a été longuement analysé et d'après les récents rapports publiés, il paraît envisageable à plus long terme.

Ce mouvement de consolidation ne s'est pas limité aux marchés européens puisque Euronext étudie actuellement la possibilité d'une fusion outre-atlantique avec le New York Stock Exchange. Ce projet a été acclamé par une grande majorité d'actionnaires de ces deux places. La bourse nouvellement créée serait la première Bourse transatlantique, la plus large et la plus liquide du monde. La Bourse d'Italie pourrait même faire partie de cette nouvelle union.

Les phénomènes de consolidation ne concernent pas exclusivement les bourses de valeurs et plusieurs marchés de produits dérivés européens ont entamé des projets de rapprochement transfrontaliers. Ceci est en particulier le cas des marchés de produits dérivés allemands (DTB) et suisses (Soffex) qui ont fusionné en 1998 pour former EUREX. Eurex est considérée actuellement parmi les plus performants marchés de produits dérivés européens.

Du côté d'Europe de l'Est, la situation est un peu différente dû au fait que les bourses sont encore relativement de faible taille et qu'elles commencent à peine à s'ouvrir sur les autres places financières. La

plupart d'entre elles viennent, d'ailleurs, d'entamer la première phase d'intégration avec les autres marchés financiers en devenant membres associés ou à part entière à la World Federation of Exchanges (WFE) et à la Fédération Européenne des Bourses de Valeurs (FEBV). Le but de ces organisations est de renforcer l'échange et le dialogue entre leurs membres tout en renforçant leur coopération législative et réglementaire.

Par ailleurs et à l'initiative de la bourse de Vienne, plusieurs réunions ont eu lieu à partir de 2005 et visant à discuter de la possibilité de créer un marché boursier régional via une alliance formée par les bourses d'Europe Centrale incluant le marché de Varsovie, Prague, Bratislava, Vienne, Budapest et Ljubljana. A l'exception de la bourse de Budapest, détenue en majorité par la bourse de Vienne, tous les autres marchés paraissent pour le moment écarter la thèse d'une alliance et préfèrent au préalable renforcer leur position nationale. En attendant une éventuelle alliance entre ces marchés, et pour développer leur coopération régionale, un indice régional a été introduit (CESI Index). Cet comprend les titres les plus liquides et appartenant à cinq marchés: Budapest, Prague, Varsovie, Ljubljana et Bratislava.

Le tableau suivant résume les principales réformes introduites récemment par les marchés CEE et visant une meilleure intégration de leur structure boursière.

**Tableau 3 récapitulatif des principales réformes adoptées par les marchés boursiers de la région**

Marchés	Principales réformes
<i>Bulgarie</i>	Introduction en 1999 d'une nouvelle législation pour: réguler le marché, les services de règlement livraison et les compagnies d'intermédiation financière But: Mieux protéger les investisseurs et harmoniser avec le modèle européen En 2003, lancement d'un nouveau système d'échange électronique
<i>Bratislava</i>	Projet d'intégration avec les marchés d'Europe Centrale Projet de privatisation
<i>Prague</i>	Projet d'intégration avec les marchés d'Europe Centrale refusé
<i>Budapest</i>	Projet d'alliance avec les marchés d'Europe Centrale accepté Signature en 2003 d'un accord avec DB permettant aux courtiers hongrois d'intervenir du marché domestique directement sur le marché allemand
<i>Warsaw</i>	Projet d'intégration avec les marchés d'Europe Centrale refusé Projet de privatisation
<i>Ljubljana</i> <i>Riga</i> <i>Tallinn</i>	Integration avec OMX
<i>Malte</i> <i>Cyprius</i> <i>Russian</i>	Introduction d'une nouvelle discipline de marché Amélioration du système de gouvernance, la transparence et la réglementation

Source: Documents et rapports annuels de ces marchés

Le tableau précédent nous permet de classer le niveau de développement des différents marchés boursiers de la zone en trois catégories :

La première concerne les institutions financières les plus faibles de taille qui se limitent actuellement à améliorer leur structure réglementaire et organisationnelle interne. Les principales réformes adoptées par ces institutions se limitent à introduire des législations permettant une meilleure régulation des différentes composantes des marchés tout en garantissant une meilleure protection des investisseurs. Ces législations récemment introduites convergent pour la plupart avec les normes européennes.

La deuxième catégorie comprend les marchés boursiers légèrement plus développés que les précédents et qui commencent à envisager des projets de privatisation et de dé mutualisation. Certains même commencent à envisager des tentatives de coopération avec d'autres institutions boursières de la zone.

La troisième catégorie, quant à elle, correspond aux bourses qui ont acquis un certain niveau de développement à l'échelle nationale et régionale leur permettant d'établir des accords et des rapprochements avec d'autres institutions de la région. Ceci est en particulier le cas des marchés de Ljubljana, Riga et Tallinn qui ont récemment intégré l'OMX et adopté leur système d'échange électronique sophistiqué SAXESS.

L'analyse des marchés boursiers européens souligne les grandes différences en matière d'évolution entre les bourses d'Europe Occidentale et celles d'Europe de l'Est et d'Europe Centrale. Ces dernières semblent encore protégées par la concurrence et jouissent de structures organisationnelles faiblement développées. Dans le cas d'une parfaite intégration européenne, ces failles pourraient avoir des effets désastreux non seulement sur leurs institutions boursières les plus fragiles mais aussi sur leurs économies domestiques.

#### **4 Les menaces et les dangers liés à l'intégration des marchés boursiers**

L'environnement boursier mondial est en pleine mutation. Ces entités, traditionnellement vues comme faisant partie de l'identité nationale d'un pays, font face depuis quelques années à une importante vague de concurrence. Ceci a été encouragé par les processus d'intégration et d'ouverture des barrières économiques ainsi que les progrès technologiques. Ces développements ont permis de réduire les distances géographiques entre les différentes places de marché tout en baissant le coût de communication et d'accès à l'information financière. Ceci a commencé graduellement à inciter aussi bien les investisseurs que les entreprises cotées à s'intéresser aux marchés non nationaux.

Face à ce nouvel environnement, les bourses ont commencé à modifier leurs stratégies pour mieux répondre à ces nouvelles exigences. Leur but est d'être des places de marché concurrentielles. Une des

stratégies de plus en plus adoptée par ces institutions, considérées désormais comme des firmes cherchant à maximiser leurs profits, est d'opter pour des projets de coopération et d'intégration avec d'autres institutions boursières.

En profitant des économies d'échelle et de champ que ces rapprochements offrent, les institutions consolidées pourraient mieux satisfaire leurs clients de plus en plus exigeants. Un échec de telle stratégie pourrait signifier à plus long terme la fin de "leur règne" au profit de bourses plus compétentes et plus concurrentielles.

Ces changements environnementaux n'ont pas seulement affecté le marché boursier mais aussi le système réglementaire et politique de la plupart des pays concernés. Ces derniers ont compris, quoique assez tard, qu'une bonne structure financière doit être accompagnée par un cadre réglementaire adéquat. Pour cela, plusieurs efforts, d'abord à l'échelle nationale puis internationale, ont été entrepris afin d'alléger certaines réglementations. Dans ce sens, on notera surtout les efforts entrepris par l'UEM afin d'harmoniser les cadres juridiques dans le domaine financier des différents pays de la zone. Ces efforts quoique encore incomplets ont facilité d'importants accords de rapprochement surtout au sein de l'Union.

Malgré les progrès déjà réalisés, d'importantes incertitudes concernant l'avenir de l'industrie boursière européenne demeurent encore. Ces ambiguïtés sont en particulier liées à l'avenir du marché boursier des CEE. Une intégration progressive de ces économies risquerait-elle de menacer la survie des institutions les plus fragiles?

Pour répondre à cette question, nous allons analyser les dangers et les menaces qui guettent ces bourses dans ce nouvel environnement financier européen.

#### **4.1 Les dangers liés aux phénomènes de cotation multiple et à la fragmentation des titres**

La politique de libéralisation des marchés de capitaux, accompagnée par les développements technologiques ont profondément affecté la structure économique internationale traditionnelle. Cette nouvelle tendance a augmenté le niveau de concurrence et a explosé la croissance des flux de titres internationaux.

Toutes ces facilités ont offert aux différents acteurs de nouvelles opportunités d'investissement et ont poussé aussi bien les investisseurs que les entreprises cotées à chercher les meilleurs marchés sur lesquels ils peuvent intervenir. Ce nouveau phénomène d'investissement et de cotation transfrontaliers a d'abord concerné les pays développés. A partir des années quatre-vingt, le mouvement s'est accentué avec les nouveaux accords d'échange international qui ont permis aux acteurs des marchés émergents l'accès aux différentes firmes boursières internationales.

Plusieurs des institutions les moins développées ont commencé à voir un nombre important aussi bien de leurs investisseurs que de leurs firmes cotées dériver vers des marchés plus développés.

Cette augmentation des doubles cotations a contribué à accroître l'intérêt des investisseurs locaux dans les titres étrangers et réduire par la même occasion l'importance géographique d'une bourse dans les décisions d'investissement et de cotation.

Les institutions boursières qui paraissent être le plus menacées par ce phénomène demeurent les marchés émergents qui présentent un développement relativement faible et qui risquent de voir le nombre de leurs firmes cotées se réduire au profit de bourses plus performantes. Ce phénomène risque d'altérer la liquidité de ces marchés, accroître les *spillover effects* et détériorer ainsi les opérations boursières. Les flux de transaction risqueraient ainsi de migrer vers des marchés plus performants.

Ceci est actuellement le cas avec les marchés européens les plus faibles de taille où un nombre de plus en plus croissant de firmes locales optent pour une cotation multiple sur des marchés boursiers plus performants (Figure 2). Sur certaines de ces places, ce phénomène a été accompagné par une baisse progressive et significative du nombre d'entreprises cotées sur leurs plateformes domestiques (Figure 3). Ces résultats sont même parfois contradictoires avec certains indicateurs économiques et notamment les flux de capitaux et les investissements directs étrangers qui ont considérablement augmenté dans certains de ces pays et en particulier en République Tchèque (Prague SE) et en Estonie (OMX Tallinn SE).

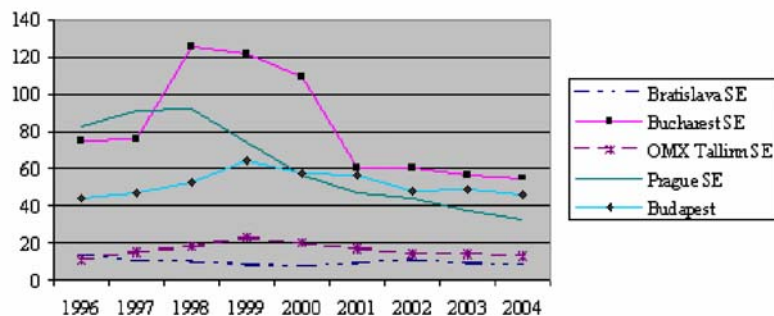


Figure 3 : Evolution du nombre de firmes cotées - WFE, Rapports annuels.

Il est certain que ces baisses sont liées à plusieurs facteurs supplémentaires en plus de ceux liés directement au phénomène de double cotation tels que ceux relatifs aux processus de privatisation de certaines de ces compagnies et parfois leur achat par des firmes multinationales déjà cotées sur des marchés boursiers plus importants. Cependant, et comme l'ont affirmé Claessens, Lee et Zechner (2003) une des raisons majeures de la baisse du nombre de firmes cotées, du moins en Europe de l'Est, demeure le phénomène de double cotation qui, selon les auteurs, est relativement très important dans cette région.



Cette situation, encore récente, paraît d'ores et déjà alarmante et a poussé plusieurs économistes à se pencher sur la problématique pour essayer de voir l'impact du phénomène de double cotation sur les marchés boursiers. Leurs conclusions paraissent mitigées et dépendent de l'échantillon observé et de la période d'étude.

Concernant les marchés émergents, le phénomène de double cotation semble présenter des effets négatifs (*spillover effects*) qui affectent le développement du marché domestique. En effet, comme l'ont noté Levine et Schmukler (2003), l'expansion du nombre de titres locaux cotés sur des marchés internationaux risque de détourner les flux d'investissement et l'activité d'échange du marché local. Ceci mène progressivement à la détérioration des opérations boursières ainsi qu'à une baisse du nombre de participants et du volume d'échange. De plus en plus de firmes seront ainsi incitées à opter à leur tour pour une double cotation. Ceci serait notamment le cas des compagnies de taille importante répondant à toutes les conditions qu'exigent une cotation transfrontalière sur une bourse internationale (coût, réglementation, transparence,...). Un déséquilibre important risque ainsi d'avoir lieu entre les titres cotés et mener à une concentration de l'échange sur les titres cotés à la fois sur le marché local et international et ce, au dépend des autres titres cotés localement. Cette situation risque d'affecter la qualité du marché et notamment sa liquidité et drainer les activités d'échange en dehors du marché local.

Des constatations similaires ont été notées par d'autres études telles que celle de Hargis et Ramanlal (1998), Karolyi (2003) ainsi que celle de Claessens, Klingebiel et Schmukler (2003).

Ces problèmes de cotation multiple fortement présents sur les marchés de faible taille sont dus à plusieurs facteurs souvent d'ordre économique et parfois même politique. Cependant, la raison principale est les différences parfois significatives entre les différentes firmes cotées sur les marchés locaux en termes de qualité et de performance. Ces différences poussent le plus souvent les investisseurs à privilégier les investissements locaux dans les titres appartenant aux firmes les plus performantes, qui sont d'ailleurs le plus souvent celles qui ont opté pour les cotations transfrontalières. Dans le cas de marché boursier de faible taille et d'absence de restrictions réglementaires en matière d'investissement, ce phénomène de double cotation risque de réduire l'intérêt pour la bourse toute entière puisque les titres les plus importants sont désormais accessibles à partir des marchés internationaux. La liquidité des autres titres des compagnies locales moins internationalisées serait ainsi directement affectée.

Ces constatations ont été récemment remises en question par l'étude de Korczak et Bohl (2005). L'intérêt de leur étude réside dans le fait qu'ils se sont exclusivement intéressés à la région du CEE afin d'étudier l'impact des cotations multiples par le biais d'ADR sur les compagnies et les marchés domestiques. Pour cela, trois modèles ont été retenus:

Le premier modèle de marché standard est:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{i1}^L R_{mt}^L + \beta_{i2}^L D_t^{POST} R_{mt}^L + \varepsilon_{it}$$

Avec  $R_{it}$ :représente les rendements journaliers des titres,  $R_{mt}^L$  :le rendement du marché local, le coefficient  $\beta_{i1}^L$  reflète l'exposition au risque du marché local avant la cotation multiple et  $\beta_{i2}^L$  indique le changement du bêta du marché local après la cotation multiple. Pour prendre en considération le phénomène de double cotation, les auteurs ont introduit une variable dummy  $D_t^{POST}$  qui est égale à 0 avant la date de cotation et 1 sinon.

Un autre modèle de marché plus développé a par la suite été introduit afin d'étudier en plus l'impact des facteurs du marché local (L-local) et global (W-world).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{i1}^L R_{mt}^L + \beta_{i2}^L D_t^{POST} R_{mt}^L + \beta_{i3}^W R_{mt}^W + \beta_{i4}^W D_t^{POST} R_{mt}^W + \varepsilon_{it}$$

$\beta_{i4}^W$  estime le changement du facteur de risque global.

Ces deux modèles permettent d'analyser la situation du marché et l'exposition au risque du marché global et local avant et après le phénomène de cotation multiple.

Par la suite, les auteurs ont étudié l'effet de ce phénomène sur l'attractivité, la liquidité ainsi que sur l'efficacité des marchés locaux. Pour cela, ils ont cherché à comparer la structure d'autocorrection des rendements de titres entre les deux périodes (avant et après cotation multiple).

$$R_{it} = \alpha_i + \gamma_{i1} R_{it-1} + \gamma_{i2} D_t^{POST} R_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Un coefficient  $\gamma_{i2}$  négatif indique une réduction d'auto corrélation des rendements de titres, ce qui signifie un rapide ajustement des prix des titres aux changements des fondamentaux et donc une amélioration dans l'efficacité des prix.

Les résultats de ces régressions soutiennent le fait que les compagnies de la région bénéficient de la cotation multiple, les marchés boursiers locaux voient leur liquidité s'améliorer alors que les investisseurs profitent à la fois de l'amélioration de la valeur de ces firmes mais aussi de l'efficacité des prix du marché. Par des mesures réglementaires plus souples et plus adaptées, les autorités respectives

devraient donc encourager ce phénomène de cotation bénéfique à tous les acteurs (Korczak et Bohl (2005)).

Ces conclusions confirment certaines études faites à ce sujet et concernant généralement les marchés financiers développés. Les avantages liés aux cotations multiples sont expliqués par le fait que la firme locale qui arrive à être cotée sur des marchés internationaux confirme généralement ses capacités à pouvoir se soumettre à la réglementation et aux méthodes de gestion, de contrôle et de comptabilité internationales. Ceci rassure l'investisseur domestique et améliore par la même occasion la notoriété de l'entreprise cotée (McConnelle et Sanger (1987), Forester et Karolyi (1998) ).

L'accroissement de l'intérêt des investisseurs dans ces compagnies peut aussi être expliqué par l'amélioration de l'accessibilité informationnelle concernant ces firmes après leur internationalisation (Baker, Nofsinger et Weaver (1998)). La confiance des investisseurs se voit augmenter dans les titres concernés alors que les asymétries informationnelles sont réduites, ce qui attirera en retour plus d'investissement.

Les études portant sur le phénomène de double cotation sont partagées; alors que plusieurs travaux ne cessent d'avancer les louanges d'une double cotation, d'autres études plus sceptiques soulignent le fait que ces phénomènes peuvent aussi avoir des effets néfastes, notamment sur les marchés les moins avancés.

A la lumière de leurs résultats, nous pouvons conclure que l'effet de la cotation multiple dépend de trois principaux facteurs : la firme cotée, son pays d'origine ainsi que le pays de cotation.

Concernant la région d'Europe de l'Est et d'Europe Occidentale, les récents travaux montrent que ce phénomène peut avoir des répercussions positives uniquement pour les bourses de la région les plus développées. Ces avantages n'auront lieu qu'à condition où la cotation multiple soit accompagnée par des mesures réglementaires et organisationnelles adaptées permettant de réduire les effets de la fragmentation que pourrait générer ce phénomène. Celle-ci pourrait à son tour affecter la liquidité du marché (Mendelson (1987), sa volatilité ainsi que son efficience (Madhavan (1995)).

#### **4.2 Les progrès technologiques...Va-t-on vers la fin de l'économie géographique?**

L'analyse de l'historique de l'évolution des marchés dans le monde nous renseigne que les développements technologiques ont joué et continuent à jouer un rôle prépondérant dans la détermination de la structure des systèmes boursiers. Le cas des Etats-Unis reste l'exemple le

plus illustratif de ces changements où l'introduction de nouveaux instruments technologiques dans le domaine de la technologie d'information tels que le téléphone, le fax et plus récemment Internet ont considérablement contribué à augmenter la concurrence et réduire l'importance de plusieurs centres indépendants. Ceci a eu comme résultat immédiat la baisse du nombre des bourses régionales passant d'environ une centaine vers la fin du dix-neuvième siècle à vingt deux en 1935 et moins de dix actuellement.

Cette forme de concurrence liée aux progrès technologiques a récemment facilité l'introduction de nouveaux systèmes d'échange alternatifs qui offrent aux investisseurs institutionnels plusieurs avantages boursiers, notamment un accès instantané aux différentes places de marché, le plus souvent, à moindre coût.

La réussite de tels systèmes a remis en question plusieurs idées connues jusqu'alors et notamment celles qui prônent l'existence physique d'un marché. Plusieurs économistes vont même à stipuler que ces innovations technologiques vont donner lieu à plus long terme à une seule et unique place de marché à l'échelle internationale.

Nous comptons dans cette sous section participer au débat actuel et montrer jusqu'à quel point ces développements technologiques vont contribuer à augmenter la concentration entre les différents marchés boursiers européens.

#### **4.2.1 L'introduction des nouveaux systèmes d'échange- les ATS**

La concurrence boursière s'est accélérée avec l'apparition de nouveaux systèmes d'échange connus le plus souvent sous le nom de MONSTERS- Market-Oriented Nex Systems for Terrifying Exchange Regulators.

Les principaux avantages de tels systèmes résident dans le fait qu'ils répondent aux nouvelles exigences des différents acteurs, en particulier la réalisation de transactions hors séance, la confrontation des différents ordres pour les investisseurs institutionnels, l'accès instantané aux différentes opportunités proposées par les places de marché ainsi que le soutien des teneurs de marchés pour la gestion de leurs positions.

Par ailleurs, ces systèmes permettent la réduction voire l'élimination du besoin d'intervention humaine dans le processus d'intermédiation en groupant électroniquement tous les ordres d'achat et de vente. En optant pour de tels mécanismes, ces quasi-bourses ont pu répondre aux besoins des investisseurs institutionnels et leur offrir des capacités d'échange à tout instant et ce avec un coût de transaction plus faible (Domowitz et Steil (1999), Conrad et al. (2003)). Désormais, tous les participants, quelle que soit leur emplacement géographique, ont un accès électronique direct aux mécanismes d'exécution de l'échange. Cette révolution technologique a entre autres attiré les investisseurs qui ne pouvaient pas opérer directement sur les marchés boursiers (Di Noia, 2001).

Les avantages qu'offrent ces quasi-bourses ont encouragé l'émergence de ces entités notamment aux Etats-Unis où il existe actuellement environ neuf. Ces firmes se partageant une part de marché d'environ 50% du volume total d'échange des titres de NASDAQ et 5% des opérations du NYSE.

Contrairement au cas américain, l'impact de ces nouveaux systèmes sur les marchés boursiers d'Europe Occidentale est moindre puisque malgré les facilités d'intermédiation offertes, ces systèmes n'ont pas réussi à remplacer les dispositifs boursiers. On estime qu'il en existe environ une vingtaine en Europe opérant surtout à partir du Royaume-Uni et de l'Allemagne.

Les menaces que représentent ces quasi-bourses paraissent moins sérieuses en Europe. Ceci est lié au fait que, contrairement au modèle américain, la plupart des marchés de cette région présentent une architecture de marché similaire à ces quasi-bourses.

Cette particularité des bourses européennes ainsi que la récente introduction de ces systèmes en Europe ont fait que ces derniers ont représenté pendant longtemps un faible danger pour les marchés boursiers déjà établis. Cette situation a permis à ces nouvelles structures de bénéficier pendant longtemps d'un régime réglementaire moins strict leur permettant d'agir sur certaines niches du secteur. Ceci a considérablement contribué à augmenter la concurrence et fragmenter par la même occasion le marché. Vers la fin des années 90, une réglementation adéquate de ces nouveaux entrants est devenue indispensable en Europe.

A l'initiative du Comité Lamfalussy, des progrès dans ce sens ont commencé à avoir lieu et prévoyant notamment d'inclure les ATS dans les directives portant sur les règles de « passeport unique » qui permettent aux marchés autorisés d'opérer dans toute l'UE sur la base de l'agrément délivré par leur État membre d'origine.

Par ailleurs, des directives plus sévères ont été introduites en mars 2004 afin de garantir aux investisseurs un fort degré de protection pour les opérations effectuées et recourant particulièrement aux ATS et cela où qu'elles soient en Europe. D'autres dispositions ont aussi affecté les normes de transparence et de réglementation de ces systèmes.

Les dangers que représentent ces ATS paraissent plus importants en Europe de l'Est et Europe Centrale, en particulier avec les processus d'intégration avec l'UEM. Les structures d'échange des marchés de cette région sont encore relativement faiblement développées.

En permettant un accès plus large aux différentes plateformes d'échange avec des coûts plus faibles, les ATS pourraient drainer vers eux une bonne partie des échanges.

#### **4.2.2 ...Vers la fin de l'économie géographique?**

Les progrès technologiques ont considérablement affecté la structure des marchés boursiers traditionnels au point qu'on envisage de plus en plus la fin de la théorie de l'économie géographique. Cette idée commence à prendre part dans les récents travaux d'économie financière et industrielle et remet en question l'utilité d'existence de plusieurs bourses.

Si on se réfère aux travaux de O'Brien (1992), la fin de la géographie impliquerait que les développements technologiques accompagnés par les processus de globalisation et la baisse des différentes barrières vont permettre une réduction substantielle et même une suppression de l'importance de la localisation géographique d'une bourse. Les marchés perdront ainsi leurs avantages géographiques et leur statut de monopole d'échange des titres domestiques. Face à une telle situation, plusieurs économistes stipulent que certains de ces marchés vont opter pour des stratégies de rapprochement qui vont leur permettre de conserver leurs parts de marchés et d'être de taille pour affronter la concurrence.

L'analyse des récentes évolutions des bourses dans le monde nous permet d'affirmer le fait que les changements environnementaux boursiers et spécialement les progrès technologiques ont joué et continuent à jouer un rôle prépondérant dans l'organisation de ces marchés.

Concernant le cas européen, les marchés boursiers font face depuis peu à l'émergence des ATS qui ont permis de répondre aux nouvelles exigences des investisseurs. Cette situation, en présence d'une baisse voire une suppression des différentes barrières, a permis l'élargissement du choix des bourses sur lesquelles les différents acteurs vont intervenir.

Tous ces effets ont considérablement affecté la structure des bourses et ont même remis en question leurs différentes fonctions ainsi que leurs principales sources de revenus. Face aux dangers que représente un tel environnement, plusieurs de ces institutions ont préféré adopter certaines stratégies de rapprochement afin de garder leurs parts de marché leur permettant de rester compétitives.

L'accroissement de ces stratégies organisationnelles nous pousse à nous pencher sur l'impact de ces développements technologiques sur la structure future des marchés boursiers dans le monde. Cette question devient très importante surtout qu'on commence à évoquer depuis quelques temps la possibilité à plus long terme d'un rapprochement global des bourses dans le monde.

Gehrig (1998) a essayé de répondre à cette question en divisant les facteurs de développement des centres financiers en groupes centrifuges et centripètes. La première catégorie de forces regroupe les coûts d'accès à l'information, la rentabilité et le degré d'intervention politique, l'information locale, la complexité informationnelle et la distribution

géographique de l'activité financière ainsi que la technologie informationnelle. Par contre, les forces centrifuges comprennent les spillovers informationnels, la liquidité et les externalités du marché, ainsi que les économies d'échelle dans les mécanismes de paiement. Ces derniers sont considérés selon Gehrig (1998) et Kindleberger (1974) les principales forces centripètes.

Par la suite, Gehrig a introduit un modèle de procession d'information «information procession» afin d'identifier les mécanismes qui renforcent les choix géographiques des intermédiaires.

Les résultats trouvés ont montré que l'impact des progrès en matière de technologie informationnelle sur le développement vers une séparation des tâches dépend du rôle et de la complexité informationnelle. Les activités qui requièrent une information complexe et qui génèrent des spillovers informationnels devraient être concentrées dans les centres financiers locaux, alors que les activités caractérisées par des spillovers négligeables peuvent être reléguées à d'autres sites (« les back offices de banlieue »).

Cette classification de l'information coïncide avec celle de Gaspar et Glaeser (1995) qui montrent qu'une baisse des coûts de communication et d'échange stimule l'échange international et incite les différents acteurs à élargir leurs réseaux informationnels entre plusieurs centres financiers existants. Ceci va contribuer à augmenter la concentration dans quelques centres des activités sensibles à l'information et accélérer la dispersion des autres activités.

O'Brien (1992) a rajouté que ces changements vont mener à un marché plus global puisqu'ils vont permettre une meilleure interconnexion entre les marchés nationaux et spécialement les marchés de produits dérivés et innovants. Cependant, ces rapprochements dépendent d'une manière considérable des choix réglementaires et politiques locales des pays concernés.

Toutes ces études confirment la thèse selon laquelle les progrès technologiques jouent et vont continuer à jouer un rôle important dans l'organisation des marchés boursiers. Leurs effets sur ces différents marchés dépendent considérablement de l'aptitude des institutions boursières concernées à fournir des informations complexes locales non standardisées ainsi que de la réglementation et de la politique nationale adoptées.

## **5 Perspectives d'avenir des places boursières européennes**

L'analyse des marchés boursiers européens nous enseigne que ces derniers ont des niveaux de développement très inégalitaires sur le plan technologique, réglementaire et organisationnel. Ceci agit directement sur leur aptitude à évoluer et à suivre le développement mondial.

Ces nombreuses disparités mettent en évidence le faible développement d'un grand nombre de ces places, en particulier dans la région du CEE, et leur difficulté présente et future à faire face aux exigences de ce nouvel environnement boursier. D'un côté de l'Europe,

on assiste à une grande vague de rapprochements donnant petit à petit lieu à la formation de grandes places boursières. Par contre et de l'autre côté de l'Europe, les bourses sont relativement de faible taille et semblent pour certaines avoir du mal à garder et attirer les capitaux étrangers ou domestiques.

Dans le cadre du processus progressif d'intégration européenne et de suppression des barrières économiques et financières, ceci pourrait menacer la survie des places les plus fragiles. Ces dernières, dépassées par la concurrence et peu performantes pour envisager une alliance inter boursière, pourraient même être contraintes de disparaître. Ceci posera problème à l'économie et aux pays en question.

Dans l'avenir, la capacité de survie des marchés, notamment de taille limitée, est liée à leur aptitude à évoluer et à répondre aux exigences de leurs différents acteurs (Claessens et al. (2000)). Dans un tel contexte, les marchés moyennement performants seront enclins soit à se spécialiser et viser des secteurs de niche afin de garantir une part de marché suffisante pour leur survie (Coffee(2002)), soit à opter pour des projets de rapprochement et d'interconnexion (Benos et Crouhy (1996)). Par contre et en ce qui concerne les plus faibles d'entre eux, ces derniers, dépassés par la concurrence, vont progressivement disparaître.

Répondre aux exigences du nouvel environnement boursier signifie que ces places, notamment de taille moyenne, devraient entreprendre de nouvelles stratégies organisationnelles.

Dans ce cadre, nous identifions trois principales stratégies s'offrant à ces marchés:

### **5.1 Première stratégie: Essayer de prospérer par eux-mêmes**

Pour cela, les marchés doivent revoir leur stratégie afin d'améliorer leur taille ainsi que leur liquidité. D'autres efforts doivent aussi être entrepris afin d'améliorer la réglementation, notamment en matière de transparence et de protection des investisseurs et l'harmoniser avec les normes européennes. Ceci devrait augmenter l'intérêt des acteurs locaux et étrangers dans la participation dans ces marchés.

Par ailleurs, un intérêt particulier doit être accordé à la baisse des coûts. Pour cela, les marchés de la zone devraient négocier la possibilité de profiter à moindre coût des systèmes technologiques ainsi que du savoir-faire des bourses performantes et notamment européennes.

### **5.2 Deuxième stratégie: Essayer d'établir des liens avec d'autres marchés**

Une autre stratégie qui s'offre aux institutions boursières de la zone européenne est d'établir des accords avec d'autres bourses. Ceci va consister à partager une ou plusieurs fonctions boursières telles que l'activité de cotation, de divulgation des informations, ou les activités liées à l'exécution des ordres.



Etablir un lien entre deux bourses signifierait ainsi la possibilité d'offrir aux différents acteurs un accès aux plateformes d'échange respectives et permettre donc un gain de coût ainsi qu'une augmentation de la liquidité du marché global dans le cas où ces bourses combindraient les flux d'ordre reçus.

Les accords établis entre les différentes institutions peuvent aussi concerner d'autres activités telles que les services de règlement livraison ou de recherche et développement.

Malgré les gains potentiels que ces accords peuvent apporter, notons que ces accords ne sont pas très nombreux en raison des problèmes qui leur sont liés en particulier en investissement financier et dans le domaine réglementaire et organisationnel.

### **5.3 Troisième stratégie: Fusionner avec d'autres institutions boursières**

Une autre stratégie qui commence à attirer de plus en plus de marchés boursiers est d'envisager des projets de rapprochement et de consolidation avec d'autres bourses.

Ce nouveau phénomène qui a d'ores et déjà affecté les bourses les plus développées commence progressivement à toucher les autres marchés de taille moins importante et qui ont longtemps fonctionné selon des règles et des stratégies traditionnelles basées sur l'idée que la bourse jouissait d'un statut de monopole la protégeant ainsi de toute concurrence étrangère.

Cette nouvelle ère que semblent vivre les différents marchés boursiers dans le monde suscite plusieurs interrogations notamment les facteurs théoriques justifiant un tel phénomène.

L'intérêt porté à cette problématique est assez récent et les premières études remontent aux années soixante, période à laquelle on a réellement commencé à s'intéresser aux propriétés des bourses face surtout au nouvel environnement boursier.

Parmi les travaux les plus importants, on citera ceux de Stigler (1958, 1961, 1964). Ce dernier est parmi les premiers économistes à s'être intéressé aux progrès technologiques et à l'effet de l'économie informationnelle sur l'échange des titres. Un de ces principaux résultats est le fait que les opérations portant sur un titre particulier tendent à se concentrer sur une seule place. Il attribue ce phénomène à la présence d'économies d'échelle dans le processus de divulgation et de détermination des prix.

Cette constatation a soulevé la théorie économique et a remis en question certaines notions établies jusqu'alors. Plusieurs interrogations ont ainsi vu le jour, notamment la présence ou non d'économies d'échelle dans les activités boursières et l'effet de l'économie informationnelle et en particulier les progrès technologiques sur l'évolution des marchés boursiers. Ces questions devenaient de plus en plus utiles face surtout aux récents changements environnementaux qui ont commencé à modifier les structures boursières existantes jusqu'alors.

Les principales études réalisées dans ce sens remontent à la fin des années soixante. L'intérêt d'une grande majorité d'économistes à cette époque était de confirmer ou d'infirmer la thèse selon laquelle il existe des économies d'échelle dans les activités des bourses.

Parmi les plus importants travaux effectués, on notera celui de Doede (1967) et Demsetz (1968) qui ont tous les deux réussi à montrer théoriquement la présence d'économies d'échelle dans les marchés boursiers.

Des études plus récentes se sont aussi intéressées à cette problématique. La pertinence de leurs travaux par rapport à ceux qui les ont précédés est le fait de se baser sur des approches, cette fois empiriques, afin d'étudier l'impact des récents changements boursiers sur l'existence d'économies d'échelles dans les bourses. Parmi ces études, on citera celle de Malkamäki (1999) et Hasan et Malkamäki (2000). Ces derniers ont réussi en considérant un échantillon représentatif de bourses dans le monde à mettre en évidence l'existence d'économies d'échelle dans uniquement certaines activités de ces marchés.

Les résultats de ces travaux ont été utilisés par plusieurs études théoriques qui ont cherché à expliquer le phénomène de consolidation et d'émergence de bourses de taille importante. Pirrong (1999), par exemple, a repris ces conclusions afin de pouvoir établir un modèle définissant les économies d'échelle comme force motrice encourageant les rapprochements entre marchés boursiers.

Il est actuellement indéniable que les économies d'échelle sont un des principaux catalyseurs utilisés dans la littérature économique et financière justifiant les phénomènes de consolidations entre les bourses. Cependant, il ne faut pas oublier d'autres facteurs qui ont joué à différents degrés un rôle important dans l'évolution des marchés boursiers. On citera notamment les progrès technologiques qui ont réduit voire parfois éliminé les coûts d'accès à l'information ainsi que les coûts de transaction.

D'autres facteurs influencent aussi le système boursier, notamment les externalités de réseaux (Economides (1993)), les développements des systèmes de communication et d'information et leurs impacts respectifs sur la fragmentation, la liquidité et la qualité du marché (Steil (1996, 2002), Madhavan (1995), Bennett et Wei (2003)).

Cependant, comme le notent la plupart de ces économistes, ces effets positifs se font sous certaines conditions, en particulier une bonne harmonisation et intégration des différentes réglementations et processus de règlement livraison.

Par ailleurs, une totale consolidation de ces marchés supposerait entre autres une homogénéisation parfaite des choix des investisseurs, ce qui semble très peu réaliste. De plus, le regroupement des bourses en une seule place pourrait augmenter considérablement le risque systémique. Ceci peut avoir à long terme des résultats catastrophiques sur le marché financier global.

D'autres problèmes sont aussi à prendre en compte, notamment, les différences culturelles et linguistiques. Ces derniers, quoique

d'apparences moins sévères, peuvent influencer les décisions d'investissement et les encourager à opter pour les titres domestiques (effet de *home bias*).

## **6 Conclusion**

Nous assistons depuis quelques décennies à une évolution importante des structures boursières dans le monde. Les progrès technologiques ainsi que la nouvelle ère de globalisation et d'ouverture des frontières économiques accompagnée par l'assouplissement de la réglementation ont été les forces motrices provoquant ces changements et affectant le marché financier global.

Encouragé par les récents accords d'intégration européenne, ce nouvel environnement concurrentiel a poussé la plupart des entités boursières dans le monde à adopter des réformes afin de répondre aux nouvelles exigences des investisseurs et des différents acteurs économiques et financiers. Dans ce sens, plusieurs bourses ont amélioré leurs systèmes d'échange facilitant l'accès au marché et à l'information s'y rapportant et réduisant par la même occasion les coûts de ces services.

Un autre effet de ces nouveaux développements est la réduction du niveau de dépendance vis à vis des localisations physiques des marchés exposant ces derniers à une pression concurrentielle croissante des bourses rivales de taille plus importante.

D'autres efforts ont aussi été entrepris afin modifier la gouvernance de certaines de ces entités et les transformer en des firmes à but lucratif. Cette révolution dans le monde financier, guère envisageable il y a de cela quelques décennies, a modifié à jamais la définition des bourses et leur structure.

Tous ces changements ont affecté les bourses à l'échelle européenne et internationale. Dans ce nouveau cadre boursier, il paraît d'ores et déjà clair que ce sont les institutions ayant la taille la plus importante qui ont réussi à tirer profit de ces changements et à améliorer leurs indicateurs. Contrairement à leurs prédécesseurs, les bourses de taille moins importante paraissent souffrir de ces nouveaux développements et risquent de perdre de si tôt la bataille face aux géants du secteur. Ceci est en particulier le cas des marchés de la région d'Europe de l'Est et d'Europe Centrale qui sont relativement jeunes et qui ont très longtemps fonctionné selon un schéma traditionnel prônant la suprématie d'une bourse nationale.

Ce nouvel environnement boursier a commencé progressivement à inciter les bourses à se tourner vers d'autres stratégies de développement et d'expansion et ce afin d'être de taille pour affronter la concurrence de plus en plus menaçante. Une des solutions ainsi proposées est de coordonner voire de fusionner avec d'autres entités plus importantes. La consolidation des marchés paraît ainsi comme une des solutions les plus optimales afin d'accroître leurs performances ainsi que leurs parts de marché leur permettant de faire face à la concurrence transfrontalière.

La littérature économique a commencé assez récemment à s'intéresser à ces récentes évolutions organisationnelles et les principaux résultats effectués confirment la thèse selon laquelle les consolidations permettent aux marchés boursiers de mieux profiter des économies d'échelle ainsi que des externalités positives de réseaux existantes. Comme l'avaient précisé certaines études, ceci est surtout le cas des bourses qui ont une taille moyenne ou importante.

A côté de ceci, d'autres effets ont été soulignés qui, à différents degrés, semblent agir sur les organisations des bourses. Ces effets incluent les développements technologiques, les accords signés entre les différents pays afin de libéraliser les échanges de biens et services tels que le projet de l'UEM et leurs impacts respectifs sur les évolutions des préférences de tous les acteurs des marchés boursiers.

Conscientes des bénéfices ainsi que des risques potentiels des tentatives de rapprochement et face au nouvel environnement boursier européen, les bourses doivent désormais établir la meilleure stratégie à adopter afin de maximiser les avantages et minimiser les risques. Ceci doit être accompagné par des efforts de la part des autorités gouvernementales et réglementaires des pays concernés afin de suivre les marchés boursiers dans leurs choix stratégiques et réduire les obstacles qui peuvent empêcher toute tentative de rapprochement et de coopération et donc de développement.

## References

Alexander, Gordon J., Cheol S. Eun et Janakiramanan, S., 1987, "Asset Pricing And Dual Listing On Foreign Capital Markets: A note", *Journal of Finance* 42, pp.151-158.

Arnold Tom , Philip Hersch, J. Harold Mulherin et Jeffrey Netter, 1999, "Merging Markets", *The Journal of Finance*, Vol. 54, N°3, Juin, pp. 1083-1107.

Baker H. K, J. R. Nofsinger et D. G. Weaver, 1998, "International Cross-Listing And Visibility", décembre.

Bennett Paul et Li Wei, 2003, "Market Structure, Fragmentation and Market Quality- Evidence from Recent Listing Switches", *New York Stock Exchange Research Papers*, Paper: 2003-04, novembre.

Board John, Charles Sutchiffe et Stephen Wells, 2002, "Transparency and Fragmentation -- Financial Market Regulation in a Dynamic Environment", *Palgrave Macmillan*.

Claessens Stijn, Daniela Klingebiel et Sergio L. Schmukler, 2006, "Stock Market Development and Internationalization: Do Economic Fundamentals Spur Both Similarly?", *Journal of Empirical Finance* 13, pp. 316-350.

Claessens S. , R. Lee et J. Zechner, 2003, « The Future Of Stock Exchanges In European Union Accession Countries », *Centre of Economic Policy Research CEPR*, London.

Claessens S., Klingebil D. Et S. Schmukler, 2002, "Explaining The Migration Of Stocks From Exchange In Emerging Economies To International Centres", *Centre of Economic Policy Research CEPR*, London, N° 3301.

Clayton M., Bjorn N. Jorgensen et Kenneth A. Kavajecz, 1999, " On The Formation and Structure Of International Exchanges", The Rodney L. White Center For Financial Research, 022-99.

Cybo-Ottone A., Carmine Di Noia et Maurizio Murgia, 2000, "Recent Development In The Structure of Securities Markets", Brookings-Wharton Papers on Financial Services, pp. 223-273.

Di Noia Carmine, 2001, «Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe : Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access», European Financial Management, Vol.7, N°1, p.39-72.

Domowitz Ian, Jack Glen et A. Madhavan, 1998, « International Cross-Listing and Order-Flow Migration: Evidence from Emerging Markets", The Journal of Finance, Vol. 53, N°6, Décembre, pp. 2001-2027.

Economides Nicholas, 1993, "Network Economics with Application to Finance", Financial Markets, Institution and Instruments, V.2, N°5, Décembre, pp. 89-97.

Errunza Vihang et Darius Miller, 1998, "Valuation Effects of Global Equity Offerings: Evidence from Depository Receipts", McGill University WP.

Forester S. R. et G. Andrews Karolyi, 1998, « Multimarket Trading and Liquidity : A transaction Data Analysis of Canada-US Interlistings », Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 8, pp. 393-412.

Forester S. R. et G. Andrews Karolyi, 1999, « The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States», Journal of Finance 54, pp.981-1013.

Gaspar Jess et Edward L. Glaeser, 1996, « Information Technology and the Future of Cities », NBER, WP. 5562, Cambridge, mai.

Gehrig Thomas, 1993, "An Information Based Explanation of the domestic Bias in International Equity Investment", The Scandinavian journal of Economics, pp. 97-109.

Gehrig Thomas, 1996, "Natural Oligopoly in Intermediated Markets", International Journal of Industrial Organization.

Gehrig Thomas, 1998, "Cities and the Geography of Financial Centers", Université de Freiburg et CEPR, Mars.

Gehrig Thomas, 1998, "Competing Markets", European Economic Review 42, pp. 277-310.

Hargis Kent, 2000, « International Cross-Listing and Stock Market Development in Emerging Economies », International Review of Economics and Finance 9, pp. 101-122.

Harris Lawrence, 1993, "Consolidation, Fragmentation, Segmentation and Regulation", Financial Markets, Institutions and Instruments, Vol. 2, N°5, décembre.

Harris Lawrence, 2003, Trading and Exchanges -- Market Microstructure for Practitioners, Oxford University Press, New York.

Hasan Iftekhhar et Markku Malkamäki, 2000, "Are Expansions Cost Effective For stock Exchange ? A Global Perspective", Bank of Finland Discussion Papers 20/2000.

Joshua C. et Tobias Moskowitz, 1999, "Home bias at home: Local Equity Preference in Domestic portfolios", Journal of Finance 54, pp. 2054-2073.

Karolyi Andrews G., 2003, "The Role of ADRs in the Development of Emerging Equity Markets", Review of Economics and Statistics.

Karolyi Andrews G., 2004, "The world of Cross-Listings and Cross-Listings of the World: Challenging Conventional Wisdom", Fisher College of Business-The Ohio State University.

Kim E. H., Singal V., 2000, "Stock Markets Openings: Experience of Emerging Economies", *The Journal of Business*, Vol. 73, N°1, pp. 25-66.

Korczak Piotr et Martin T. Bohl, 2005, "Empirical Evidence On Cross-Listed Stocks Of Central And Eastern European Companies", *Emerging Markets Review* 6, pp. 121-137.

Lee Ruben, 2000, "Promoting Regional Capital Market Integration", papier préparé pour the International American Development Bank.

Levine et Schmukler, 2003, « Migration, spillovers, and trade diversion: the impact of internationalization on stock market liquidity », mimeo, University of Minnesota and World Bank.

Madhavan Ananth, 1995, "Consolidation, Fragmentation, and the Disclosure of Trading Information", *The Review of Financial Studies*, Vol. 8, N°3, Automne, pp. 579-603.

Malkamäki M., 1999, "Are There Economies of Scale in Stock exchanges Activities?", *Bank of Finland Discussion Papers* 4/99.

McAndrews J. et Chris Stefanadis, 2002, "The Consolidation of European Stock Exchanges", *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 8, N°6, juin. Miller Darius, 1999, "The market reaction to international cross-listings : evidence from Depository receipts ", *Journal of Financial Economics* 51, pp.103-123.

Moel A., 2001, "The Role of American Depository Receipts in the Development of Emerging Markets", *Economia* Vol. 2(1), pp. 209-273.

O'Brien Richard, 1992, "Global Financial Integration: The End of Geography", *The Royal Institute of International Affairs*, Pinter Publishes, London.

Pagano Marco, 1989, "Trading Volume and Asset Liquidity", *The Quarterly Journal of Economics*, Mai, pp. 255-274.

Pagano Marco, 1997, « The Changing Microstructure of European Equity Markets », *Centre for Studies in Economics and Finance*, WP °4, Fisciano Italie.

Pagano Marco, Ailsa A. Röell et Josef Zechner, 1999, « The Geography of Equity Listing : Why Do European Companies List Abroad ? », *Centre for Studies in Economics and Finance*, WP °28, Fisciano Italie.

Pirrong Craig, 1999, « The Organization of Financial Exchange Markets : Theory and Evidence », *Journal of Financial Markets* 2, pp. 329-357.

Schmiedel Heiko, 2001, "Technological Development and Concentration of Stock Exchanges in Europe", *Bank of Finland Discussion Papers*.

Steil Benn, 1996, *The European Equity Markets*, *The Royal Institute of International Affairs*, Londres.

Steil Benn, 2002, "Changes in The Ownership and Governance of Securities Exchange: Causes and Consequences", *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*.

Syriopoulos Théodore, 2007, "Dynamic Linkages between emerging European and developed Stock Markets: Has the EMU any Impact?", *International Review of Financial Analysis* 16, pp.41-60.

Weber B., 2001, "Revolutionary changes in the securities markets: where is technology leading the major exchanges?", *Subotnick Financial Services Center*, mars.

World Federation of Exchanges, *Rapports Annuels*, Différents numéros.

Les sites Internet de la FIBV et de l'AMF

Les sites Internet des différentes places étudiées